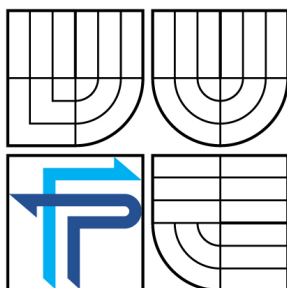




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

**FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS**

STANOVENÍ TRŽNÍ HODNOTY PODNIKU

ESTIMATION OF THE COMPANY MARKET VALUE

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Ing. KAREL ADAMEC

VEDOUcí PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2007

Vysoká škola: Vysoké učení technické v Brně

Akademický rok: 2006/2007

Fakulta: podnikatelská

Ústav: ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ing. Karel Adamec

6208T090 - Podnikové finance a obchod

Ředitel ústavu v souladu se zákonem č. 111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů Vám zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení tržní hodnoty podniku

Estimation of the Company Market Value

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Charakteristika podniku a strategická analýza podniku

Návrh finančního plánu a tržního ocenění podniku

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "Školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně. Podmínkou externího využití této práce je uzavření "Licenční smlouvy" dle autorského zákona.

Rozsah grafických prací: dle potřeby

Rozsah původní zprávy: cca 65 stran

Seznam odborné literatury:

GRÜNWALD, R. a HOLEČKOVÁ, J.: Finanční analýza a plánování podniku. 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 180 s. ISBN 80-245-0684-X

KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 2. přeprac. a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1

MAŘÍK, M. aj.: Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2

Vedoucí diplomové práce: Doc. Ing. Mária Režnáková, CSc.

Datum zahájení diplomové práce: 28. dubna 2006

Datum odevzdání diplomové práce: 25. května 2007



Doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.
Ředitelka ústavu

Doc. Ing. Miloš Koch, CSc.
Děkan

V Brně dne: 23. března 2007

LICENČNÍ SMLOUVA

POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Karel Adamec

Bytem: Bezručova 1641, Frenštát p.R.

Narozen/a (datum a místo): 22.8.1980 v Čeladné

(dále jen „autor“)

a

2. Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská

se sídlem Kolejní 2906/4, 612 00 Brno

jejímž jménem jedná na základě písemného pověření děkanem fakulty:

doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D., ředitelka Ústavu ekonomiky

(dále jen „nabyvatel“)

Čl. 1

Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):

- ☐ disertační práce
 - ☐ diplomová práce
 - ☐ bakalářská práce
 - ☐ jiná práce, jejíž druh je specifikován jako
- (dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP:	Stanovení tržní hodnoty podniku
Vedoucí/ školitel VŠKP:	Doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Ústav:	ekonomiky
Datum obhajoby VŠKP:	červen 2007

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v * :

- | | | |
|---|---|-----------------------------|
| <input type="checkbox"/> tištěné formě | – | počet exemplářů1..... |
| <input type="checkbox"/> elektronické formě | – | počet exemplářů1..... |

* hodící se zaškrtněte

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

Článek 2

Udělení licenčního oprávnění

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
 - ☐ ihned po uzavření této smlouvy
 - ☐ 1 rok po uzavření této smlouvy
 - ☐ 3 roky po uzavření této smlouvy
 - ☐ 5 let po uzavření této smlouvy
 - ☐ 10 let po uzavření této smlouvy(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/ 1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

Článek 3

Závěrečná ustanovení

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne:

.....
Nabyvatel

.....
Autor

Anotace

Diplomová práce se zaměřuje na oblast oceňování podniku, konkrétně na tržní ocenění v podmínkách České republiky. Praktická část této práce je zaměřena na stanovení tržní hodnoty společnosti Lignis s.r.o.

Annotation

The scope of the Master's thesis is an estimation of company's value, mainly market value in conditions of the Czech Republic. The practical part of the thesis deals with estimation of the market value of particular company, Lignis s.r.o.

Klíčová slova

podnik, oceňování, hodnota, tržní hodnota, finanční analýza, finanční plánování

Keywords

company, valuation, value, market value, financial analysis, financial planning

Bibliografická citace

ADAMEC, K. *Stanovení tržní hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2007. 121 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval/a jsem ji samostatně.
Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušil /a autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně, dne 20. května 2007

.....

podpis

Poděkování

Děkuji vedoucí diplomové práce Doc. Ing. Márii Režňákové, CSc. za velmi užitečnou metodickou pomoc a cenné rady při jejím zpracování.

Rovněž bych chtěl poděkovat vedení společnosti Lignis s.r.o. za spolupráci a poskytnutí informací potřebných k zpracování praktické části.

Obsah

Úvod.....	12
Vymezení problému, cíl práce a metody zpracování práce.....	13
1 Teoretická východiska oceňování podniku.....	14
1.1 Strategická analýza	14
1.1.1 Analýza vnějšího potenciálu	16
1.1.2 Analýza vnitřního potenciálu	16
1.1.3 Analýza konkurenční síly podniku	17
1.2 Finanční analýza	18
1.2.1 Analýza stavových ukazatelů.....	19
1.2.1.1 Horizontální a vertikální analýza	19
1.2.2 Analýza rozdílových ukazatelů	19
1.2.3 Analýza poměrových ukazatelů	20
1.2.3.1 Likvidita	21
1.2.3.2 Zadluženost	22
1.2.3.3 Aktivita.....	23
1.2.3.4 Rentabilita	25
1.2.4 Souhrnné ukazatele	26
1.3 Finanční plán.....	27
1.3.1 Podnikový plán	27
1.3.2 Finanční plán pro potřeby oceňování.....	28
1.3.2.1 Výkaz zisku a ztráty	28
1.3.2.2 Plán peněžních toků	29
1.3.2.3 Plánovaná rozvaha	30
1.3.3 Snižování rizika v rámci finančního plánování.....	32
1.4 Základní metody ocenění podniku	33
1.4.1 Vymezení pojmu cena a hodnota	33
1.4.2 Postup ocenění	36
1.4.3 Přehled metod pro finanční ocenění podniku	37
1.4.4 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	38
1.4.4.1 Investovaný kapitál	40

1.4.4.2	Peněžní toky pro metodu DCF entity	43
1.4.4.3	Technika propočtu hodnoty podniku	44
1.4.4.4	Diskontní míra pro metodu DFC.....	45
1.4.5	Metoda účetní hodnoty	50
1.5	Problémy tržního ocenění v České republice.....	51
1.5.1	Problémy menších a středních podniků	51
1.5.1.1	Volba metody	52
1.5.1.2	Stanovení nákladu vlastního kapitálu	53
1.5.1.3	Leasing	54
2	Profil společnosti	56
2.1	Základní informace	56
3	Strategická analýza společnosti	58
4	Finanční analýza společnosti Lignis, s.r.o.....	59
5	Finanční plán r. 2007 - 2010	60
	Tato část je vynechána z důvodu obsahu interních informací společnost.	60
6	Vlastní ocenění.....	61
	Závěr	62
	Seznam použité literatury	63
	Seznam tabulek	66
	Seznam obrázků	66
	Seznam grafů	66
	Seznam příloh.....	67

Úvod

V současné době je v podmínkách tržní ekonomiky hlavním cílem každého druhu podnikání zvyšování tržní hodnoty podniku. Tohoto cíle je dosahováno pomocí plnění dílčích finančních cílů, a to nejčastěji zisku na jednu akcii, rentability kapitálu a tržeb.

Určení hodnoty podniku patří mezi jeden z nejkomplikovanějších problémů ekonomické teorie i praxe. Oceňovatel se musí vypořádat s různými obtížemi, které vyplývají ze samotné podstaty podniku, která je zachycena v definici, uvedené v §5 Obch. zák.: *„Podnik je soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání; k podniku náleží práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit“*. Hodnota podniku není dána pouze součtem hodnot jednotlivých aktiv, nýbrž je nezbytné zohlednit vnitřní hodnotu interakcí mezi jednotlivými složkami podniku.

Hodnota podniku je jeden z velmi používaných a efektivních ukazatelů měření výkonnosti. Je úzce svázána nejen se současnými ekonomickými výsledky, ale i s očekávanými výsledky v budoucnu. Ekonomické výsledky jsou významnou měrou ovlivňovány schopností podniku vypořádat se s riziky podnikání.

Metody a postupy oceňování podniku se značně liší v návaznosti na účel ocenění. Metody se přejímají hlavně z USA a následně se přizpůsobují českým podmínkám. Určení hodnoty vycházející z části z prognózy budoucího vývoje ekonomické situace v podmínkách České republiky je velmi obtížné a vyžaduje značný podíl vlastního úsudku. Všeobecnou snahou je zavedení standardizovaných postupů vedoucích k jednoznačnému výsledku.

Vymezení problému, cíl práce a metody zpracování práce

Tržní hodnota bývá používána jako výsledek ocenění při uvádění podniku na burzu nebo prodeji podniku, kdy není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat. V podmínkách České republiky, kde v podstatě neexistuje systematicky fungující trh s celými podniky, a to dokonce ani s akvizicemi tzn. obchodními podíly, je obtížné mluvit o tržní hodnotě. Mnoho autorů (např. Šantrůček, 2005; Mařík, 2003) se přiklání k tzv. reálné hodnotě podniku – tj. částce, která nepoškozuje žádného z účastníků transakce s podnikem. Výchoziskem z této situace je například metoda diskontovaných peněžních toků, která by se však měla opírat o tržně určené cash flow a míry výnosnosti, která je však odvozena na základě tržních dat. (6, str.20).

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty podniku na základě aplikace běžně používaných metod ocenění, a to za účelem pravděpodobného prodeje podniku. Dílčím cílem je pak vytvoření finančního plánu, a to jednak pro potřeby samotného ocenění podniku, ale i jako poklad pro vedení společnosti v budování strategie společnosti.

Pro zpracování diplomové práce a splnění stanovených cílů bude především využita strategická analýza, metody finanční analýzy, finanční plánování a metody oceňování podniku.

1 Teoretická východiska oceňování podniku

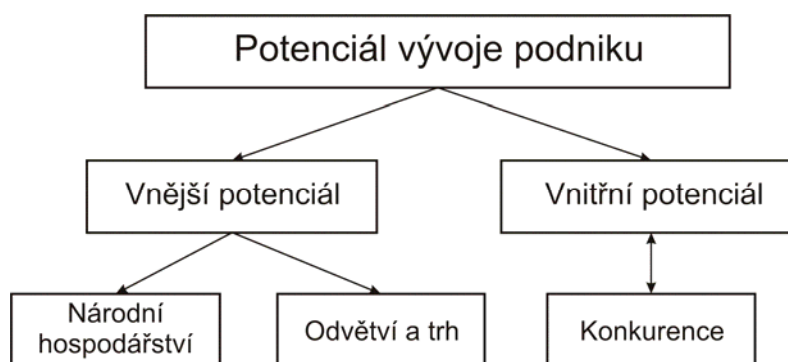
Ekonomická hodnota podniku závisí na očekávaných čistých příjmech, které bude podnik schopný v budoucnosti přinášet. Dlouhodobý odhad vývoje příjmu je zatížen ve většině případů vysokým stupněm nejistoty, protože nelze předem přesně určit vývoj všech faktorů ovlivňujících příjmy podniku.

Oceňování podniku nezahrnuje jen samotné matematické vyjádření hodnoty podniku, ale i strategickou a finanční analýzu a finanční plánování.

1.1 Strategická analýza

Strategická analýza má za úkol zjistit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, a tak vytvořit rámec zejména k prognózám budoucího vývoje tržeb. Výnosový potenciál závisí na potenciálu vnějším a na vnitřním potenciálu, kterými podnik disponuje.

Vnější potenciál zahrnuje šance a rizika, jež vytváří podnikatelské prostředí (ekonomická situace země, odvětví a relevantní trh), ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Naopak vnitřní potenciál vyjadřuje schopnost podniku tyto šance využít.⁽⁶⁾



Obrázek 1-1: Analýza vývoje potencionálu podniku¹

¹ Zpracováno dle: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. ISBN 80-86119-57-2. str. 48.

Obecně platí, že volba základních předpokladů pro ocenění podniku nesmí být založena pouze na odhadu, ale že musí být řádně a srozumitelně zdůvodněna. V případě, že nelze budoucí vývoj exaktně stanovit, je nutné nashromáždit dostatek faktů a argumentů, kterými lze předpoklady dalšího vývoje podložit.

Strategická analýza by měla být schopna nalézt odpovědi na tyto tři základní otázky (6):

1. Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
2. Jaký je vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb?
3. Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Odpověď na první otázku je rozhodující, neboť ovlivňuje další postup, a to převážně z hlediska samotné volby oceňovací metody. V případě „zdravého podniku“ můžeme vycházet z předpokladu trvalého pokračování podniku (*going concern*) a tedy použít např. metodu diskontovaných příjmů. Avšak v případě, že se jedná o podnik „akutně ohrožený“, bude nejvhodnější zvolit metodu likvidační hodnoty nebo amortizační hodnoty².

Odpovědi na zbývající dvě otázky by měly poskytovat základní údaje pro sestavení resp. korekci finančního plánu, který je nedílnou součástí výnosových metod ocenění. Rizika se v rámci oceňování podniku promítají jednak pomocí diskontní sazby (vážených průměrných nákladů na kapitál – WACC), ale i v rámci finančního plánování, kdy v plánu tržeb by mělo být zohledněno specifické riziko podniku.

² Amortizační metoda vychází z podmínek, kdy je výhodné ještě nějakou dobu oceňovaný podnik dále provozovat, ale není možné počítat s nekonečným trváním podniku. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného peněžního toku je hledanou veličinou množství prostředků, které lze z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

1.1.1 Analýza vnějšího potenciálu

Prvním krokem je stručná analýza minulosti a návazně prognóza budoucího vývoje národního hospodaření s důrazem na základní parametry, jako je HDP, vývoj odvětví, cenová úroveň, daňové aspekty, základní úrokové míry.

Návazným krokem je analýza odvětví a relevantního trhu. Trh, na kterém se podnik pohybuje, je třeba vymezit, jak z hlediska produktů, tak z hlediska regionálního. Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a na základě těchto dat by měl být odhadce schopen posoudit atraktivitu tohoto trhu včetně stanovení prognózy dalšího vývoje tohoto trhu. (6)

1.1.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu je závislá na fázi životního cyklu věcných složek, personálu, financí a řízení. Je třeba odhadnout v jaké fázi se firma nachází.

- Ve fázi **zrodu**. Období vzniku podniku je zpravidla spojené s existencí investičního projektu, u kterého se předpokládá zájem trhu. V této fázi se vyžaduje dostatečná potřeba finančních zdrojů, kterou nelze zabezpečit z vnitřních procesů.
- Ve fázi **rychlého rozvoje**. Rychlé tempo růstu znamená vysoké investice a nízké peněžní toky, které je možné z podniku odebrat.
- Ve fázi **zralosti**. Podnik nevykazuje velké potíže, je však třeba zabývat se otázkou co dále.

Dále je nutné posoudit hlavní zdroje firmy a úroveň využití kapacit, strukturu, kvalitu a motivaci personálu, úroveň marketingu a řízení podniku. V analýze vnitřního potenciálu se ve velké míře opíráme o tzv. „měkká data“, která navíc poskytuje vedení oceňovaného podniku, což je největším úskalím této analýzy. (6)

Pro oceňování podniků je vhodná metodika, která se opírá o analýzu přímých a nepřímých faktorů. Přímé faktory jsou přímo vnímané zákazníkem a v případě

výrobní organizace se např. jedná o kvalitu a technickou úroveň výrobků, cenu, dostupnost, distribuci, servis a celkovou image. Mezi nepřímé faktory, které vytvářejí zázemí firmy, patří kvalita managementu, kvalita zaměstnanců, inovační síla podniku a dlouhodobý majetek a investiční politika. (6)

Výsledkem této analýzy by měl být tzv. **diagram konkurenční síly podniku**, který by měl být podkladem pro prognózu tržeb.

1.1.3 Analýza konkurenční síly podniku

Cílem této analýzy je prognóza vývoje tržních podílů oceňovaného podniku v budoucnosti. Vlastní postup lze rozdělit do několika fází. Nejprve je nutné stanovit dosavadní tržní podíly oceňovaného podniku, kdy je-li to možné, stanovíme tento podíl jak na úrovni fyzických jednotek, tak i v peněžním vyjádření. V další fázi se vymezí hlavní konkurenti a shromáždí informace o jejich produkci, hospodaření, strategii a záměrech. Bohužel je téměř nemožné získat všechny tyto informace v dostatečném rozsahu.

Máme-li představu o hlavních konkurentech a výsledky analýzy vnitřního potenciálu, je možné posoudit relativní konkurenční sílu podniku. Syntézou prognózy trhu a tržního potenciálu podniku na tomto trhu lze určit prognózu dosažitelných tržeb oceňovaného podniku, která se pak stává základním vstupním prvkem finančního plánu.(6)

Prognóza tržeb by se měla opírat o „určitou myšlenkovou konstrukci, která by vykazovala alespoň určitou míru věrohodnosti z pohledu investora, který má být přesvědčen, že vynaloží své peníze rozumným způsobem. Oceňovatel se nesmí omezit pouze na konstatování: předpokládám, že tržby porostou $n\%$ ročně.“ (6, str.81)

1.2 Finanční analýza

Finanční analýza je oblastí, která představuje významnou součást komplexu podnikového řízení. Je úzce spojena s účetnictvím, které poskytuje data a informace pro finanční rozhodování prostřednictvím základních finančních výkazů, a to rozvahy, výkazu zisku a ztráty a přehledu o peněžních tocích (cash-flow). Tyto výkazy jsou sestaveny na základě finančního účetnictví, které shromažďuje, eviduje, třídí a dokumentuje údaje o hospodaření podniku. Zdrojem pro finanční analýzu jsou i další zdroje z oblasti vnitropodnikového účetnictví, ekonomické statistiky, peněžního a kapitálového trhu. (3,4)

Smyslem finanční analýzy je provést za pomoci speciálních metodických prostředků diagnózu finančního hospodaření podniku. Uspokojivá finanční situace podniku bývá v literatuře označována pojmem „finanční zdraví“. Finančně zdravým podnikem je považován ten podnik, který je v danou chvíli schopen naplňovat smysl své existence. Opak finančního zdraví se nazývá „finanční tíseň“ (financial distress), kdy nastávají velmi vážné problémy v peněžních tocích, likvidita bývá ohrožena a situace není řešitelná bez zásadních změn v činnosti podniku a ve způsobu financování. Mezi finančním zdravím a finanční tísní existuje široký prostor, ve kterém se podnik může nacházet resp. balancovat blíže k jednomu či druhému stavu.

Ke stanovení výkonnosti a finanční situace podniku můžeme použít mnoho analytických metod. Data získaná z účetních výkazů se dají zpracovat do celé řady ukazatelů finanční analýzy. Pojmem ukazatel chápeme jakousi číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku. Ukazatele dělíme na:

- Stavové - představují stav položky rozvahy k určitému datu.
- Tokové - informují o změně, k níž došlo za určité období.
- Rozdílové - vykazují rozdíl mezi stavem určitých skupin aktiv a pasiv.
- Poměrové - vyjadřují podíl dvou stavových, resp. tokových veličin.

1.2.1 Analýza stavových ukazatelů

1.2.1.1 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální analýza se zaměřuje na sledování průběhů změn a odhalování dlouhodobých trendů významných finančních položek. Finanční účetní výkazy obsahují jak údaje týkající se běžného roku, tak údaje z předcházejících let. Z těchto časových řad lze detailně zkoumat průběh změn a odhalovat dlouhodobé trendy významných finančních položek. Technika rozboru vychází z porovnání běžného roku a roku předchozího. Komparace jednotlivých položek výkazů se provádí po řádcích, proto hovoříme o horizontální analýze absolutních ukazatelů.

Výpočet ukazatelů lze provádět i vertikálně, tj. tak, že jednotlivé položky výkazů vztahujeme k jedné z těchto položek. Tyto ukazatele umožňují srovnávání výsledků podniku v jednotlivých letech, ale navíc i srovnávání mezi podniky navzájem. V případě rozvahy se obvykle jednotlivé položky poměrují s celkovým stavem aktiv (resp. pasiv) - vertikální procentní ukazatele tedy vyjadřují strukturu aktiv, resp. strukturu pasiv. Ve výsledovce se zpravidla porovnávají jednotlivé položky s celkovými tržbami, vertikální procentní ukazatele tedy udávají procento z tržeb dosažených v tomto roce. Výsledky vertikální analýzy nejsou ovlivněny inflací, což je její velkou výhodou.

1.2.2 Analýza rozdílových ukazatelů

K analýze a řízení finanční situace lze úspěšně použít rozdílové ukazatele, jež se označují jako fondy finančních prostředků (finanční fondy). Fond je zde chápán jako agregát (součet) určitých stavových ukazatelů vyjadřujících aktiva nebo pasiva, resp. jako rozdíl mezi souhrnem určitých položek krátkodobých aktiv a určitých položek krátkodobých pasiv (čistý fond). (10, str.35)

Čistý pracovní kapitál (*net working capital*) je nejčastěji používaným rozdílovým ukazatelem, jenž se vypočte jako rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy (OA) a celkovým krátkodobým kapitálem. Z toho plyne, že čistým pracovním kapitálem se rozumí ta část dlouhodobých zdrojů, která slouží ke krytí oběžných aktiv. Jedná se tedy

o relativně volný kapitál, jenž se využívá k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti.

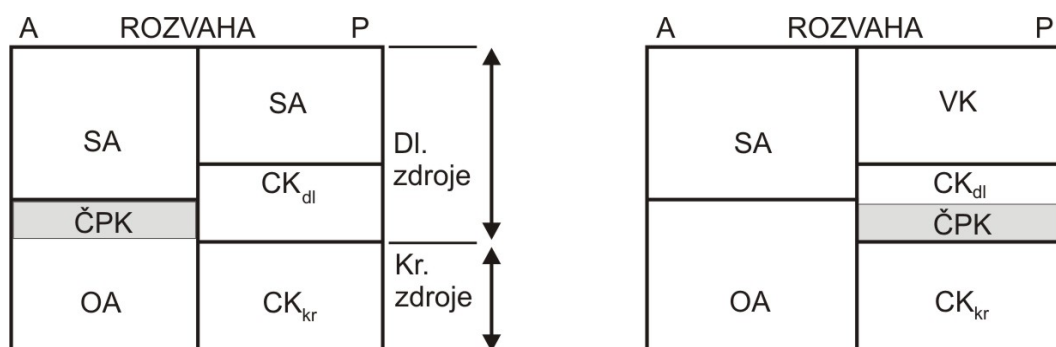
$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{cizí krátkodobý kapitál}$$

Tento postup výpočtu představuje tzv. manažerský přístup k čistému pracovnímu kapitálu (ČPK) jako k fondu finančních prostředků, který by měl být co nejlépe využíván.

Na druhou stranu investorský přístup k ČPK představuje, jakou část dlouhodobého kapitálu je možno použít k úhradě oběžných aktiv. Investor se na ČPK dívá jako na běžně pracující dlouhodobý kapitál.

$$\text{ČPK} = \text{dlouhodobá pasiva} - \text{stálá aktiva}$$

Rozdíly v obou přístupech nejlépe dokumentuje následující obrázek



Obrázek 1-2: Schéma tvorby ČPK z pohledu manažera a investora⁸

1.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma položkami účetních výkazů (absolutních ukazatelů) pomocí jejich poměrů. Mají-li mít poměrové ukazatele smysluplnou interpretaci, musí pochopitelně mezi nimi existovat vzájemná souvislost.

⁸ Převzato z: SEDLÁČEK, J.: Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy. str. 36.

1.2.3.1 Likvidita

Trvalá platební schopnost je jednou ze základních podmínek úspěšného fungování podniku v podmínkách tržního hospodářství. Zachování platební schopnosti je proto součástí globální charakteristiky finančního zdraví podniku.

Běžná likvidita - je poměr celkového objemu oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Je označován jako ukazatel běžné likvidity (*current ratio*).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{OA \text{ (oběžná aktiva)}}{KZ \text{ (krátkodobé závazky)}}$$

Ukazatel běžné likvidity naznačuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Hlavní smysl tohoto způsobu vyjádření likvidity spočívá v tom, že pro úspěšnou činnost podniku má zásadní význam hrazení krátkodobých závazků z těch položek aktiv, které jsou pro tento účel určeny.

Pohotová likvidita - všechna aktiva podniku nejsou stejně likvidní. Ve snaze odstranit z ukazatele vliv obecně nejméně likvidní části oběžných aktiv, tj. zásob (surovin, materiálu, polotovarů, nedokončené výroby, hotových výrobků), je často zjišťována hodnota ukazatele pohotové likvidity. Čítec ukazatele je vhodné upravit o nedobytné pohledávky či o pohledávky, jejichž dobytnost je pochybná (pohledávky po lhůtě splatnosti).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA \text{ (oběžná aktiva)} - \text{zásoby}}{KZ \text{ (krátkodobé závazky)}}$$

Okamžitá likvidita - posledním ukazatelem této skupiny je ukazatel peněžní likvidity, kde čítec zlomku představuje peníze, účty v bankách a krátkodobý finanční majetek. Součástí krátkodobých závazků jsou i běžné bankovní úvěry, které jsou v rozvaze uvedeny odděleně od krátkodobých závazků.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Finanční majetek}}{KZ \text{ (krátkodobé závazky)}}$$

1.2.3.2 Zadluženost

Zadluženost představuje skutečnost, že podnik financuje svá aktiva a činnosti z cizích zdrojů (dluh). V praxi zvláště pak u velkých společností téměř nenastává situace, že by podnik veškerá svá aktiva financoval z vlastního nebo naopak pouze z cizího kapitálu. V případě, že by podnik použil jen vlastní zdroje, došlo by ke snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu, neboť obecně platí, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní. Je to z toho důvodu, že vlastní kapitál nese větší riziko (např. v případě likvidace podniku jsou akcionáři až na posledním místě při vyrovnávání nároku na úhradu). Na druhé straně financování všech podnikových aktiv jen z cizího kapitálu by vedlo k obtížím při jeho získávání, neboť vyšší míra zadluženosti vede i k zvýšení úrokové míry úvěrů vlivem většího rizika pro banky a zároveň ze stejného důvodu roste i požadavek akcionářů na vyšší dividendy.(4)

Celková zadluženost představuje poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům (*debt ratio*). Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost podniku a samozřejmě tím vyšší je i riziko věřitelů. (10)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ (\text{cizí zdroje})}{A (\text{aktiva})}$$

Kvóta vlastního kapitálu - (*equity ratio*) se vypočte jako podíl vlastního kapitálu k celkovým aktivům a vyjadřuje míru financování aktiv podniku vlastním kapitálem.

$$\text{Kvóta vlastního kapitálu} = \frac{VK (\text{vlastní kapitál})}{A (\text{aktiva})}$$

Finanční páka je reciproký ukazatel (převrácená hodnota) k ukazateli podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu se v zahraniční literatuře označuje jako *total leverage ratio*, tj. ukazatel finanční páky nebo také finanční páka. (4)

$$\text{Finanční páka} = \frac{A (\text{aktiva})}{VK (\text{vlastní kapitál})}$$

Finanční páka je poměr ziskovosti vlastního kapitálu k ziskovosti celkového kapitálu. Pojem „páka“ je nutno chápat jako možnost zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu „připojením“ cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. Pokud jsou náklady na cizí kapitál nižší než je rentabilita celkového kapitálu, roste výnosnost vlastního kapitálu při přílivu cizích zdrojů financování.

Ukazatel úrokového krytí - pro zjištění zda je podnik schopen platit požadované úroky, popř. splácet příslušné dluhy se nejčastěji používá ukazatel úrokového krytí, který porovnává provozní zisk podniku neboli hospodářský výsledek před odečtením úroků a daní s celkovým ročním úrokovým zatížením:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT \text{ (zisk před zdaněním a nákladovými úroky)}}{NÚ \text{ (nákladové úroky)}}$$

Ukazatel poskytuje informace o tom, kolikrát celkový zisk převyšuje náklady na úvěry. Výše úroku a jeho podíl na zisku je významným ukazatelem finanční stability podniku. Jmenovatel i čítec tohoto ukazatele bývá často rozšířen o leasingové splátky, pak je označován jako ukazatel krytí fixních plateb.

1.2.3.3 Aktivita

Ukazatelé aktivity charakterizují rychlost nebo dobu obratu. Nejčastěji je sledován obrat zásob, pohledávek a stálých aktiv, celkových aktiv a obrat dlouhodobého majetku. Tento typ ukazatelů lze stanovit ve dvou formách, a to jako ukazatele doby obratu nebo rychlosti obratu. Rychlost obratu udává kolikrát se za dané období zkoumaná položka projeví (obrábí) v tržbách a doba obratu udává počet dnů, po které je daný majetek vázán v určité formě aktiva. (4)

Rychlost obratu celkových aktiv je definována jako poměr tržeb a celkových aktiv. Vyjadřuje, jaké množství tržeb je vyprodukováno z 1 Kč celkových aktiv.

$$\text{Rychlost obratu celkových aktiv} = \frac{T \text{ (tržby)}}{A \text{ (aktiva)}}$$

Rychlost obratu stálých aktiv je dána poměrem tržeb a stálých aktiv. Udává množství tržeb, které bylo vyprodukováno na 1 Kč stálých aktiv.

$$\text{Rychlost obratu stálých aktiv} = \frac{T(\text{tržby})}{SA(\text{stálá aktiva})}$$

Doba obratu zásob se vypočítá jako poměr průměrného stavu zásob a průměrných denních tržeb nebo jednodušeji tak, že vydělíme počet dnů v roce (360) obratovostí zásob. Výsledkem je počet dnů, v průběhu kterých jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{T(\text{tržby})/360}$$

Doba obratu pohledávek je formulována jako poměr průměrného stavu pohledávek a průměrných denních tržeb a udává, kolik dní se majetek podniku vyskytuje ve formě pohledávek, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{T(\text{tržby})/360}$$

Z hodnoty je možno zjistit, zda se podniku daří dodržovat stanovenou obchodně úvěrovou politiku. Je-li na vydaných fakturách stanovena lhůta splatnosti např. 30 dnů, dá se z hodnoty tohoto ukazatele vyčíst, zda úhrada probíhá v souladu s touto stanovenou platební podmínkou. Obecně je hodnota tohoto ukazatele o třetinu vyšší než doba splatnosti uvedená na fakturách.

Doba obratu závazků kvantifikuje dobu trvání úhrady závazku od okamžiku jeho vzniku. Nákup na obchodní úvěr představuje peněžní prostředky, které podnik po určité době zadržuje a využívá pro financování své činnosti. Tento ukazatel je protipólem doby obratu pohledávek, a z tohoto důvodu je výhodné zjistit, v jaké relaci se tyto dva ukazatele nacházejí. (4,5)

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky}}{T(\text{tržby})/360}$$

1.2.3.4 *Rentabilita*

Ukazatele rentability jsou obecně považovány za jedny z nejvýznamnějších ze všech, neboť měří efektivitu firmy prostřednictvím její výnosnosti. *Rentabilita*, resp. výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu.(4)

Rentabilita kapitálu (*Return On Assets - ROA*) vyjadřuje celkovou efektivnost podniku, resp. se určuje celková reprodukční síla veškerého vloženého kapitálu, ať již cizího nebo vlastního.

$$ROA = \frac{EBIT \text{ (zisk před zdaněním a nákladovými úroky)}}{A \text{ (aktiva)}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu (*Return On Equity - ROE*) určuje výnosnost kapitálu, který do podniku vložili jeho vlastníci.

$$ROE = \frac{EAT \text{ (zisk po zdanění)}}{VK \text{ (vlastní kapitál)}}$$

Ukazatel poskytuje investorům informaci, zda je jejich kapitál zhodnocován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Výnosnost vlastního kapitálu by měla být tak velká, aby pokrývala obvyklou výnosovou míru a navíc v sobě zahrnovala i riziko podnikání. Pokud tento ukazatel trvale nedosahuje dané hodnoty, podnik je de facto odsouzen k zániku, protože racionálně uvažující investor požaduje od rizikovější investice vyšší míru zhodnocení.

Rentabilita tržeb (*Return On Sales- ROS*) vyjadřuje schopnost společnosti dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, kolik dokáže podnik vyprodukovat zisku na 1 Kč tržeb.

$$ROS = \frac{EAT \text{ (zisk po zdanění)}}{T \text{ (tržby)}}$$

1.2.4 Souhrnné ukazatele

Finanční zdraví podniku lze analyzovat pomocí značného počtu rozdílových a poměrových ukazatelů. Největší nevýhodou tohoto přístupu je, že jednotlivé ukazatele mají pouze omezenou vypovídací schopnost. V praktické části bude použit Altmanův index finančního zdraví, který je založen na pěti dílčích ukazatelích:

$$X_1 = \frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad X_2 = \frac{\text{nerozdělený zisk}}{\text{celková aktiva}} \quad X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{celková aktiva}}$$

$$X_4 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celkový kapitál}} \quad X_5 = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}$$

Tyto ukazatele se dosadí do rovnice dle charakteru společnosti:

- akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovatelné na burze

$$Z = 1,20 X_1 + 1,40 X_2 + 3,30 X_3 + 0,60 X_4 + 1,00 X_5$$

- malé a střední firmy

$$Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,42 X_4 + 0,998 X_5$$

Hodnocení Altmanova indexu finanční stability:

$Z > 2,9$ uspokojivá finanční situace, minimální pravděpodobností bankrotu

$1,2 < Z < 2,9$. nevyhraněné výsledky, "šedá zóna"

$Z < 1,2$ ohrožené firmy s možnou pravděpodobností bankrotu

Altmanův index finančního zdraví je souhrnným ukazatelem, který komplexně hodnotí podnik a vypovídá o jeho celkové finanční situaci. V žádném případě však nemůže nahradit jednotlivé dílčí ukazatele, může pouze potvrdit závěry o finančním zdraví získané z dílčích analýz.

1.3 Finanční plán

Pro ocenění výnosovými metodami je nezbytné sestavit finanční plán, který tvoří jeden z významných podkladů těchto metod. Tento plán je nedílnou součástí podnikového plánu a měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku. Na jeho spolehlivosti záleží i samotné ocenění podniku. (8)

Je však nutné zmínit, že v některých případech se může stát, a to v České republice není výjimkou, že podnik nemá připraven žádný podnikový plán. Pak odhadce musí vypracovat tento plán pro potřeby stanovení hodnoty podniku sám tak, aby měl dostatek údajů pro další propočty. V případě, že podnik má sestaven podnikový plán, je nezbytné prověřit reálnost tohoto plánu na základě analýzy výkazů, ze kterých čerpá a zda odpovídá nejen situaci na daném trhu, tak i celkové ekonomické situaci podniku. (5)

Finanční plán představuje integrující složku všech podnikových plánů. Navíc vnáší do podniku orientaci na hlavní cíl podnikání – **maximalizovat tržní hodnotu podniku**. (4)

1.3.1 Podnikový plán

Podnikový plán je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Patří sem především:

- plány **prodeje** umožňující odhad budoucích výnosů,
- plány **produkce** a navazující odhad budoucích nákladů,
- plány **kapacit**, které se promítají do:
 - a. plánů investic,
 - b. plánů pracovního kapitálu,
 - c. plánů údržby a obnovy,
 - d. plánů odpisů.
- plán **pracovních sil**,
- plán **provozního hospodářského výsledku včetně daní**,
- plán **provozního peněžního toku**,

- plán **celkového peněžního toku**,
- plánovaná **rozvaha**. (4)

Roční finanční plány se obvykle sestavují ve stejném členění, jako oficiální účetní výkazy. S rostoucí délkou plánovaného období klesá schopnost dostatečně přesně předvídat jednotlivé položky. Z těchto důvodů je vhodné se zaměřit především na významné hodnoty a jejich vzájemnou závislost. Konkrétní struktura plánovaných výkazů je záležitostí volby oceňovatele a jeho schopností podepřít výběr jednotlivých hodnot přesvědčivými argumenty.

1.3.2 Finanční plán pro potřeby oceňování

V případě, že ocenění podniku je realizováno výnosovou metodou, pak je nutné sestavit pro oceňovaný podnik finanční plán. V tomto případě je doporučováno zaměřit se na stěžejní položky hlavní provozní oblasti podniku, které zásadním způsobem ovlivňují jeho hodnotu. Mezi tyto položky patří tržby z prodeje hlavních produktů podniku, zisková marže a z ní zajištěný provozní zisk v peněžním vyjádření, plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků a prognóza investic do dlouhodobého majetku.³

Tyto položky vytvářejí kostru finančního plánu, který se skládá z výkazu zisku a ztráty, výkazu peněžních toků a plánované rozvahy. Plánovací techniky jsou různé, avšak pro dané položky jednotlivých výkazů je doporučován určitý způsob výpočtu

1.3.2.1 Výkaz zisku a ztráty

Tržby za prodej zboží a výrobků jsou obvykle stanovovány na základě odhadnutého tempa růstu ze strategické analýzy. V případě, že není možné získat dostatek údajů o struktuře tržeb, tak se budoucí výše tržeb plánuje pomocí časové řady jedné agregované položky, představující velikost tržeb v jednotlivých letech. Naopak je-li reálné získat údaje o struktuře tržeb, je vhodné použít tzv. desagregovaný přístup, který je založený na rozčlenění výrobního programu do určitého počtu produktů, které se rozhodujícím vlivem podílejí na tržbách. (80 -95% z objemu tržeb). (3)

³ Tyto položky jsou označovány jako **generátory hodnoty**.

Obchodní marže, přidaná hodnota a osobní náklady jsou následně stanoveny jako procento z těchto tržeb. Plánované osobní náklady by měly navíc odpovídat očekávanému vývoji průměrné mzdy a počtu pracovníků a přitom by mělo platit, že náklady na sociální zabezpečení jsou rovny součinu mzdových nákladů a procentu příspěvku na sociální a zdravotní pojištění (v současnosti 35%). Odpisy jsou odvozeny z plánu investic a nákladové úroky z plánu financování. Finanční výnosy představující výnosové úroky jsou obvykle přejímány v průměrné výši minulého období. Nepravidelné a obtížně předvídatelné položky se neplánují.

U podniků s velkým podílem finančních investic (např. mateřská akciová společnost) hrají výnosy a náklady z finančních investic významnou roli, a proto je nutné věnovat plánování těchto položek podstatně větší pozornost. Východiskem z této situace je plán finančních investic a očekávané výnosnosti jednotlivých složek těchto investic. (3)

1.3.2.2 Plán peněžních toků

V tomto plánu se opíráme o očekávaný stav běžného roku a plán tržeb. V plánu peněžních toků nejsou pro zjištění peněžních toků z provozní činnosti podniku plánovány náklady, ale spojovacím článkem mezi tržbami a ziskem je provozní ziskové rozpětí. Zisk před daněmi je pak dán rozdílem provozního zisku a nákladových úroků, které vycházejí z nutnosti financovat investiční a někdy i provozní činnost cizími zdroji. Na základě vypočítaného zisku je možné odhadnout změny vlastního kapitálu vyplývající z hospodářského výsledku, daňové zatížení a budoucí provozní peněžní tok.

Investiční peněžní tok je výhodné určit na základě plánu investic, který zobrazuje jak investiční výdaje současných a nových projektů, ale i příjmy z prodeje dlouhodobého majetku. Poslední oblast souhrnných peněžních toků jsou finanční peněžní toky, které zachycují změnu dlouhodobého cizího a vlastního kapitálu..

Součet provozních, investičních a finančních toků tvoří celkový peněžní tok, který

- vyjadřuje změnu stavu hotových peněžních prostředků,
- je vyjádřením likvidity podniku během období, za které je počítáno.(8)

1.3.2.3 Plánovaná rozvaha

Vývoj zisku a peněžních toků je třeba doplnit sestavením plánované rozvahy. Vždy je nutné, aby byla zpracována plánovaná rozvaha. Bez rozvahy není totiž možné určit, jak bude vypadat budoucí majetková a finanční struktura a zda bude pro podnik přijatelná.

Mnohé položky aktiv a pasiv jsou ovlivňovány vývojem tržeb. Rostou-li tržby, pak obvykle porostou i zásoby vzhledem k nutnosti větších zásob materiálu, nedokončené výroby i výrobků. Obdobně se budou vyvíjet i pohledávky, a to i při stejné platební morálce odběratelů. (3)

V oblasti pasiv se dá očekávat růst krátkodobých závazků, především závazků z obchodního styku, a to z důvodu vyšších nákupů surovin, materiálu, energie a služeb, případně dalších položek jako jsou závazky k zaměstnancům. S ohledem na vývoj krátkodobých závazků se dá očekávat, za předpokladu zachování stejné úrovně likvidity, nárůst krátkodobého finančního majetku. Z důvodu nutnosti rozšíření výrobní kapacity nezbytného pro dosažení růstu produkce je nutné počítat také s investicemi – tj. změnou dlouhodobého majetku.⁴

Závislost výše uvedených položek rozvahy na tržbách je zcela zřejmá, a proto je vhodné budoucí vývoj těchto položek založit na jejich vztahu k tržbám. Pro plánování položek závislých na tržbách existuje celá řada metod. Mezi nejpoužívanější metody v rámci oceňování podniků patří metoda procentních poměrů k tržbám, regresní metoda a metoda ukazatelů obratu. (3,8)

Plánování stálých aktiv se nemůže opírat o výše uvedené metody plánování, neboť v případě, že bude použita metoda procentních poměrů k tržbám a zároveň podnik plánuje významné investice (např. nové technologie) nebo naopak dosahuje vyšších výnosů díky zvyšováním současné výrobní kapacity, pak v obou těchto případech se skutečný vývoj dlouhodobého majetku bude od plánu významně lišit. Z těchto důvodů je nutné

⁴ V případě financování formou finančního pronájmu a účtování dle Českých účetních standardů se tato změna do rozvahy přímo nepromítne. Více v kapitole Problémy tržního ocenění v České republice.

se opírat o plán investic, ze kterého nejen je možné určit objem plánovaných investic, ale i odpisy dlouhodobého majetku.

Zvláštní pozornost si také zaslouží forma financování investic (vlastní zdroje, úvěr, emise dluhopisů nebo leasing), neboť dochází k ovlivňování struktury pasiv. Dále pak je nutné zjistit, zda ke krytí těchto investic budou postačovat interní zdroje, anebo je nutné získat dodatečný externí zdroj, a to buď vlastní nebo cizí. (3)

S problematikou plánování zdrojů financování úzce souvisí dividendová politika podniku. Ve finančním plánu pro potřeby ocenění podniku se obvykle předpokládá, že stávající dividendová politika zůstane zachována.

Níže uvedená tabulka zachycuje strukturu plánované rozvahy ve formě agregovaných položek.

AKTIVA	PASIVA
Stálá aktiva Dlouhodobý hmotný majetek <ul style="list-style-type: none"> - budovy - stroje a zařízení Dlouhodobý nehmotný majetek Dlouhodobý finanční majetek	Vlastní kapitál Základní kapitál Kapitálové fondy a fondy ze zisku Výsledek hosp. z minulých let Výsledek hosp. běžného účet. období
Oběžná aktiva Zásoby Dlouhodobé pohledávky Krátkodobé pohledávky <ul style="list-style-type: none"> - z obchodních vztahů - ostatní Finanční majetek	Cizí zdroje Rezervy Dlouhodobé závazky (dluhopisy) Krátkodobé závazky <ul style="list-style-type: none"> - z obchodní vztahů - k zaměstnancům - ostatní Bankovní úvěry
Ostatní aktiva	Ostatní pasiva

Tabulka 1-1: Plánovaná rozvaha

1.3.3 Snižování rizika v rámci finančního plánování

Každá budoucnost je svým způsobem nejistá. Účel finančního plánování je v neposlední řadě omezovat rizika a zvýšit pocit jistoty. Jednou z forem kalkulace rizika je tvorba scénářů budoucího vývoje. Jinými slovy rozvíjení možných komplexů vnějších podmínek a pravděpodobných reakcí firmy, kterou oceňujeme.

Využití scénářů má několik možností. První možností je zvolit ten ze scénářů, který považujeme za nejvíce pravděpodobný. Ten pak bude tvořit základ pro finanční plán. Druhou možností je pracovat s řadou scénářů, pak je ale žádoucí, aby tyto scénáře pokryly alespoň hlavní varianty budoucího vývoje včetně hraničních případů.

Pokud varianty zahrnují všechna hlavní rizika, vypočítáme ocenění pro každý scénář zvlášť. Pro diskontování se však používá bezriziková úroková míra. Výsledné ocenění je pak váženým průměrem dílčích ocenění. Váhami při tom budou odhadnuté pravděpodobnosti, se kterými mohou jednotlivé scénáře nastat, tedy součet všech pravděpodobností musí být rovem jedné. (4)

Finanční plán by měl nakonec obsahovat i vyhodnocení pomocí nástrojů finanční analýzy. Je vhodné provést analýzu rentability a likvidity, zejména ve vztahu k poslednímu roku plánovaného období, kde by mělo dojít k potvrzení předpokladu – „*going concern*“ – nekonečného trvání podniku. (8)

1.4 Základní metody ocenění podniku

Oceňování podniků patří k nejobtížnějším problémům ekonomické teorie i praxe. Podnik je chápán jako souhrn hmotných a nehmotných statků potřebných pro plnění jeho cílů. Hodnota podniku ovšem nespočívá v prostém součtu cen jednotlivých položek. Pro objektivní ocenění je nutné zabývat se výší vloženého majetku a výnosů, které tento majetek přináší. Skutečnost, že podnik může být předmětem prodeje, vyvolává potřebu studia tržních poměrů a nutnost stanovení objektivní hodnoty podniku. Žádný pohled však nemá možnost plně postihnout všechny složky určující hodnotu podniku. Proto se jednotlivé oceňovací metody více či méně přibližují objektivnímu stanovení hodnoty, což je doprovázeno subjektivními přístupy v hodnocení minulého a budoucího vývoje podniku. Stejně zásadní význam jako je volba metody má i odborná analýza všech dostupných dat. Rovnocenným prvkem jsou také kvality odhadce.

1.4.1 Vymezení pojmu cena a hodnota

Hodnota

V ekonomickém smyslu je hodnota chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má dvě základní stránky, a to užitnou hodnotu a směnnou hodnotu. Užitná hodnota vyjadřuje schopnost statku uspokojit lidské potřeby a závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota.(6)

V případě, že statek má užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy směnnou hodnotu, která vyjádřením v peněžních jednotkách vede k tržní ceně. Hodnota podniku se dá vyjádřit jako součet očekávaných budoucích příjmů (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů podniku), které byly převedeny diskontováním na jejich současnou hodnotu.

U většiny podniků se při oceňování předpokládá prakticky neomezené trvání. Příjmy v budoucím časovém horizontu lze však pouze odhadovat, nikoliv „objektivně“ určit. Při

ocenění je největším problémem, kterou prognózu budeme považovat za věrohodnou. Tato skutečnost pak vede k závěru, že hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.(6)

Cena

Cena je v obecném slova smyslu určena množstvím peněz, za které směníme jednotku daného statku. I když se názory na utváření ceny této hodnoty různí, je pro ně cena především penězi vyjádřená hodnota statku.

Cena je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. *„Prodejní cena je historickou skutečností bez ohledu, zda byla či nebyla zveřejněna. Vlivem mimořádných situací na trhu a osobních poměrů konkrétního kupujícího resp. prodávajícího nutně nemusí mít dosažená cena vztah k hodnotě, kterou by tomuto zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní. Cena je vnímána jako relativní hodnota zboží či služby daného kupujícího resp. prodávajícího.“* (6, str.17)

V návaznosti na výše uvedené úvahy lze rozlišit více kategorií hodnot podniku, které vyplývají z těchto základních otázek (6, str.18):

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, tedy jakou cenu je možné dosáhnout na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Z těchto otázek se vyvinuly tyto čtyři základní přístupy k oceňování podniku, kdy se hledá (6, str.18):

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota

Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota. „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“(6, str.18)

Výše uvedené definice odráží požadavek na ideální tržní prostředí, kterého lze v našich podmínkách jen stěží dosáhnout.

Subjektivní hodnota

Podnik resp. fixní aktiva se výrazně liší od akcií a dluhopisů svou jedinečností. Proto se mnoho teoretiků přiklání k názoru, že prioritou ocenění by nemělo být stanovení pravděpodobné ceny na trhu, nýbrž individuální názor účastníků transakce. Tato skutečnost bývá označována jako subjektivní hodnota, která je definována:

„Investiční hodnota (*Investment Value or Worth*) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle.“ (6, str. 21)

Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota pak vyjadřuje názor odhadců při nalezení pokud možno co nejprokazatelnější hodnoty. Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky.(6)

Tudíž objektivizovaná hodnota teoreticky představuje „souhrn všech kupních a prodejních cen na trhu u skupiny obdobných aktivit, které by potencionální kupující a prodávající mohli legálně koupit nebo prodat na základě přímých jednání obou stran. Zároveň obě strany mají zájem na uskutečnění transakce a výsledná objektivizovaná cena bude pro obě strany přijatelná.“(1, str. 581)

Komplexní přístup na základě Kolínské školy

V evropských podmínkách lze jen stěží hovořit o tržní hodnotě podniku s ohledem na typ aktiv jakým podnik je, na nízký počet transakcí (prodejů podniků) apod. Východiskem z této situace je přístup tzv. Kolínské školy, která se opírá o subjektivní hodnotu na straně prodávajícího a na straně druhé o subjektivní hodnotu pro konkrétního kupujícího. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování, a to funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Výslednou hodnotou pak bývá rozhodčí hodnota, která by měla vyvažovat pohledy a zájmy všech účastníků transakce. Toto ocenění bývá základem pro stanovení ceny při akvizicích, fúzích apod. (6, str. 23-25)

1.4.2 Postup ocenění

Postup ocenění je vždy nutné modifikovat podle konkrétních podmínek, tj. především podle konkrétního cíle ocenění, zvolených metod, dostupných dat atd. V obecné rovině lze však doporučit následující postup (6):

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
 - c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění
 - a) Volba metody
 - b) Ocenění podle zvolených metod
 - c) Souhrnné ocenění

V rámci hodnocení podniku z finančního hlediska musí zvolit jednu z následujících alternativ:

- a. Oceňujeme-li podnik „sám o sobě“ (tzv. „*stand-alone basis*“):

- postupujeme dle výše uvedeného postupu

- b. Oceňujeme-li podnik z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnosti, zejména pak po spojení s jinou firmou, pak je nutné do hodnocení zahrnoutou **efekt synergie**.⁽⁸⁾

Výše uvedený postup je obecně používán, avšak je na každém odhadci, jakou metodu aplikuje na konkrétní podnik. V případě prodeje společnosti je hledanou hodnotou **tržní hodnota**, která lze jen obtížně určit a odhadce se musí vypořádat s mnoha úskalími, a to zvláště v oblasti malých a středních podniků⁵.

1.4.3 Přehled metod pro finanční ocenění podniku

V procesu oceňování podniku jsou zpravidla využívány 4 základní skupiny mezinárodně uznávaných metod ocenění – **majetkové ocenění, výnosové ocenění, metody kombinované a tržní ocenění**. Při hodnocení majetku může být využita jakákoliv z metod, popřípadě jejich kombinace v závislosti na povaze majetku a účelu jeho oceňování.⁽⁵⁾

První skupina je založena na **majetkovém principu** vycházející ze stavových veličin.

Podle toho, v jakých hodnotách pracujeme, rozlišujeme metodu (5):

- účetní hodnoty (hodnota aktiv, hodnota vlastního kapitálu)
- likvidační hodnoty
- substanční hodnoty, která je založena na principu reprodukčních nákladů spojených s pořízením majetkových částí.

Druhá skupina pracuje s **výnosy společnosti** a lze rozlišit následující metody:

- metoda kapitalizovaných výnosů
- dividendový diskontní model
- metody diskontovaného volného peněžního toku (*discounted cash flow*) ve formě volného peněžního toku pro vlastníky (*free cash flow to the*

⁵ Více viz: podkapitola Problémy tržního oceňování v České republice

enquity) a volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (*free cash flow to the firm*)

- metoda diskontovaného peněžního toku (*DCF adjusted present value*)
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA - *economic value added*)

Třetí skupinou metod jsou **kombinované metody**. Podstata spočívá, jak již název skupiny napovídá, v kombinaci výsledků metod předchozích. Patří sem například:

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků)
- Tzv. švýcarská metoda
- Model diferenciální renty (nadzisku, superzisku)
- Zákon č. 151/1997 Sb., na jehož základě se stanoví pro administrativní účely cena obvyklá.

Čtvrtá skupina pracuje na základě **tržního principu**. Lze zde rozlišit následující metody:

- tržní kapitalizace
- tržní multiplikátory
- metody srovnatelných transakcí.

V praxi se velmi často používají metody výnosové, a to především metoda diskontovaného volného peněžního toku. (5,6,7)

1.4.4 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků se opírá o tzv. volný peněžní tok (*free cash flow – FCF*), který vychází z provozního peněžního toku (tj. před odpočtem placených úroků), snížený o investice do provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Jinými slovy, volný peněžní tok představuje hodnotu, kterou mohou vlastníci a věřitelé z podniku odčerpat, aniž by byl narušen očekávaný vývoj podniku. Tato metoda se může vyskytovat ve více variantách.(6)

Pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF lze rozlišit tři základní techniky:

- metoda „entity“ (angl. *Entity approach*), entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“ (angl. *Equity approach*), equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“ (angl. *Adjusted present value*), upravená současná hodnota. (6)

Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“, nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se však liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.

Při použití metody **DCF entity** probíhá výpočet obvykle ve dvou krocích. Nejprve se určí peněžní tok, který by byl k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele, a jeho diskontováním se získá hodnota podniku jako celku (H_b , tj. hodnota brutto). V druhém kroku se pak od ní odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se tak hodnota vlastního kapitálu (označme ji H_n , tj. hodnota netto).

Při použití metody **DCF equity** se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním se pak přímo získá hodnota vlastního kapitálu (H_n).

Metoda **DCF APV** se stejně jako metoda DCF entity opírá o dvoufázový výpočet. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), ale v tomto případě se jedná o součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto. Tato metoda se v naší praxi příliš nevyužívá. (6)

Metodu **DCF entity** – tedy ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku – se v odborné literatuře považuje za způsob základní. Je zcela zřejmé, že se také nejvíce využívá v praxi světových oceňovacích firem. Její výhodou je možnost použití i v případě oceňování samostatných divizí (jednotek) a při dalších oceňovacích úkolech, kdy potřebujeme znát i hodnotu aktiv jako celku (tj. hodnotu firmy). S ohledem na výše uvedená fakta se dále budu zabývat pouze variantou DCF entity.

Výchozími dokumenty u této metody ocenění jsou výsledky strategické a finanční analýzy a kompletní finanční plán. Než je možné přistoupit k vlastnímu ocenění, je nutné zodpovědět tyto základní otázky:

1. jak vymezit peněžní tok (cash flow) pro vlastní ocenění,
2. jakými propočtovými technikami odvodit z prognózy peněžního toku výnosovou hodnotu.

Vymezení peněžního toku pro ocenění není však věcí libovolného výběru. Nejdůležitější determinantou je zde, podobně jako u jiných metod, **investovaný kapitál**, respektive jeho zvolená podoba. Základním znakem metody DCF entity je, že bezprostředním výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, jako entita, je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, ale právě na úrovni **investovaného kapitálu**. (6)

1.4.4.1 Investovaný kapitál

Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, která se upraví ve dvou směrech:

- první úprava plyne z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

Metoda DCF je založena na tom, že diskontováním budoucích peněžních toků se získá ocenění investovaného kapitálu, protože diskontní míra představuje náklady na kapitál. Je tedy nutné, aby se jednalo právě o náklady na investovaný kapitál, který je oceňován. (6)

Kapitál podniku je rozdělen v pasivech rozvahy na vlastní kapitál, cizí úročený kapitál, rezervy (nákladové), závazky (včetně dohadných položek) a časové rozlišení.

Nejsnazší je určit náklady na úročený cizí kapitál. Základem jsou požadované nákladové úroky. Rezervy mají podle své povahy buď charakter vlastního kapitálu, nebo skutečných závazků, v tomto případě neúročených.

Základním problémem jsou však závazky, z nichž obvykle rozhodující část tvoří **závazky z obchodních vztahů**, které jsou formou obchodního úvěru. Náklady na tento úvěr jsou obsaženy v cenách dodávek. Je však zpravidla téměř nemožné tuto položku v ceně oddělit a náklady na tuto položku určit. Podobně lze uvažovat i o ostatních položkách zařazených v rozvaze mezi závazky. Tato okolnost komplikuje propočet nákladů na tento druh kapitálu. Proto se využívá náhradní způsob spočívající v tom, že se pracuje s oběžnými aktivy sníženými o tyto závazky, tedy s čistým pracovním kapitálem. (6)

Pracovní kapitál je v běžném pojetí chápán jako část oběžných aktiv, která je financována pomocí dlouhodobého kapitálu (vlastního a cizího). Také je možno říci, že se jedná o dlouhodobý kapitál určený k financování oběžných aktiv.

Dlouhodobá aktiva	Dlouhodobý kapitál (vlastní kapitál + dlouhodobý cizí kapitál)	} Čistý pracovní kapitál
Oběžná aktiva		
	Krátkodobý cizí kapitál	

Obrázek 1-3: Čistý pracovní kapitál v běžném pojetí⁶

Pro potřeby propočtů investovaného kapitálu je nutné použít modifikovanou formu výpočtu, která se odlišuje tím, že cílem není snížit oběžná aktiva o veškeré dluhy splatné do roka, ale o dluhy, u kterých by nebylo možné zjistit jejich náklady. Konkrétně se takto upravený čistý pracovní kapitál liší od běžně chápaného čistého pracovního kapitálu tím, že obvykle neodečítají krátkodobé bankovní úvěry, ale pouze neúročené závazky.

⁶ 1. Převzato z MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. ISBN 80-86119-57-2. str.146.

Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný kapitál (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)	} Upravený čistý pracovní kapitál
Oběžná aktiva	Neúročený kapitál (především krátkodobé závazky)	

Obrázek 1-4: Upravený čistý pracovní kapitál⁷

Do zpoplatněného kapitálu se nezahrnují krátkodobé závazky a položky časového rozlišení v případě, že nejsou úročeny. Investovaný kapitál je na úrovni zpoplatněného kapitálu, a proto na straně aktiv je nutné počítat s upraveným pracovním kapitálem.

Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný investovaný kapitál (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)
Upravený pracovní kapitál	

Obrázek 1-5: Investovaný kapitál⁸

Druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na aktiva provozně nutná a aktiva provozně nesloužící k zajištění hlavního provozu podniku. Vydělením neprovozního majetku vzniknou dvě úrovně investovaného kapitálu:

- provozně nutný investovaný kapitál, který zahrnuje:
 - provozně nutný upravený pracovní kapitál,
 - provozně nutná dlouhodobá aktiva,
- celkový investovaný kapitál = Provozně nutný investovaný kapitál + Neprovozní aktiva

Provozně nutný pracovní kapitál se vypočte jako:

Provozně nutná oběžná aktiva

⁷ Převzato z : MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. ISBN 80-86119-57-2. str. 147.

⁸ Převzato z : MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. ISBN 80-86119-57-2. str. 148

- + Časové rozlišení aktivní provozně nutné
- Neúročené závazky (krátkodobé) vtahující se k provozním oběžným aktivům (včetně pasivního časového rozlišení provozní povahy)

1.4.4.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity

V účetních výkazech a finančního plánu se nachází hodnoty provozního, finančního a investičního cash-flow. Avšak pro potřeby ocenění nelze tyto hodnoty použít. Východiskem je nalezení volného peněžního toku (**free cash flow – FCF**), tj. provozního toku, sníženého o investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků i v budoucnosti.

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (<i>KPVD</i>)
– Upravená daň z příjmů (= <i>KPVD</i> x daňová sazba)
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (<i>KPV</i>)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
– Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
– Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok (FCF)

Tabulka 1-2: Výpočet FCF⁹

Korigovaný provozní výsledek je získán na základě těchto obecných zásad:

1. odečítají se náklady na cizí kapitál, neboť je nutné získat zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.
2. nezohledňují se jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat a tudíž nepřinášejí výsledky trvalého charakteru
3. neobsahuje žádné výnosy ani náklady, které souvisejí s majetkem provozně nenutným. (6)

⁹ Převzato z : MARÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. ISBN 80-86119-57-2. str. 150.

S ohledem na výše uvedené zásady lze výpočet korigovaného výsledku hospodaření popsat následující tabulkou:

Provozní výsledek hospodaření
– Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
– Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPV)

Tabulka 1-3: Výpočet KPV¹⁰

1.4.4.3 Technika propočtu hodnoty podniku

Metoda volných peněžních toků spočívá v tom, že se budoucí časový horizont rozdělí na dvě období (fáze). První období se opírá o finanční plán, který musí vycházet ze strategické analýzy. Cílem je stanovit volný peněžní tok, který se diskontuje ke dni ocenění. Trvání první fáze se předpokládá na 3 až 10 let.

Pro druhé období se již nestanovuje roční plán, ale definují se základní předpoklady dalšího vývoje – konstantní obrat kapitálu, růst rentability kapitálu, stabilní míra investic apod. Výsledná hodnota je označována jako tzv. pokračující hodnota a v praxi dosahuje podílu na celkové hodnoty podniku až 70-80%.(6)

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1+i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde

- PH pokračující hodnota v roce K ,
- FCF_t volný peněžní tok (schéma výpočtu je uvedeno níže),
- i_K diskontní míra (odpovídající $WACC$),
- T délka první fáze v letech.

¹⁰ Převzato z : MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. ISBN 80-86119-57-2. str. 154.

Pokračující hodnotu lze spočítat například podle Gordonova vzorce:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_K - g}$$

kde g předpokládané tempo růstu FCF během celé druhé fáze
 FCF_{T+1} volný peněžní tok prvního roku 2. fáze

V případě, že poslední rok plánu neobsahuje nějaké mimořádné podmínky, pak se volný peněžní tok pro první rok 2. fáze (tj. kdy už není plán k dispozici) vypočte dle vztahu:

$$FCF_{T+1} = KPV_T \cdot (1 + g) - PNK_{T+1} - PNK_T$$

kde KPV_T korigovaný provozní výsledek hospodaření posledního roku první fáze,
 g předpokládané tempo růstu FCF během celé druhé fáze,
 PNK provozně nutný kapitál.

1.4.4.4 Diskontní míra pro metodu DFC

Diskontovaná míra tvoří významný prvek modelu DCF, který vedle vymezení budoucího výnosu významnou měrou ovlivňuje výslednou hodnotu. Úlohou diskontní míry je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií podniku. V diskontní míře se tedy odráží nejen faktor času, ale i riziko, které je spojeno s konkrétní investicí. Obecně z teorie financí platí, že čím je vyšší míra rizika, tím vyšší je výnos, který požaduje investor.

Diskontní míra záleží na zvolené variantě metody DFC, v případě DCF entity se jedná o WACC (*weighted average cost of capital*) – průměrné vážené náklady kapitálu vyjadřující příjmy, které investoři očekávají ze svých investic.

$$WACC = n_{CK} (1 - D) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}$$

kde	n_{CK}	očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady cizího kapitálu),
	d	sazba daně z příjmu,
	CK	tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,
	$n_{VK(Z)}$	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu (náklady vlastního kapitálu) při dané zadluženosti podniku,
	VK	tržní hodnota vlastního kapitálu,
	K	celková tržní hodnota investovaného kapitálu $K = VK + CK$.

Postup výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do čtyř kroků:

1. Výpočet vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu
2. Určení nákladů na cizí kapitál
3. Určení nákladů na vlastní kapitál
4. Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál

Prvním bodem je výpočet vah jednotlivých složek kapitálu, které však musí vycházet z tržních a ne účetních hodnot a to s ohledem na to, že se jedná o prodej resp. koupi podniku. Za nejpřesnější je považován iterační postup, kdy se nejprve odhadne výchozí struktura (např. účetní hodnoty), s její pomocí se vypočítá hodnota podniku a z té pak se zjistí nová struktura kapitálu. Postup se opakuje tak dlouho, dokud se výsledná struktura kapitálu neustálí. (6,7)

Náklady na cizí kapitál se určí jako vážený aritmetický průměr nákladů jednotlivých druhů cizího kapitálu. Vstupem do výpočtu je stávající struktura cizích zdrojů. Jedná se o tyto položky: dluhopisy (obligace), dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční výpomoci.

K tomu je nezbytné výše uvedené položky dále rozšířit o tzv. mimobilanční položky jako je komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky. (6)

Stanovení nákladů na vlastní kapitál¹¹ je neproblematičtější úkol z oblasti průměrných nákladů kapitálu. Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Při odhadech těchto výnosových měr se opírá především o srovnatelné investice se shodnou mírou rizika. Protože investice do akciového kapitálu je rizikovější než uložení dočasně volného kapitálu v bance (bez rizika), musí být míra výnosu v každém případě vyšší než výnos v bance nebo u státních dluhopisů.

Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu se nejčastěji používá model CAPM (*capital asset pricing model*) a stavebnicový model, označovaný jako model INFA.

Model CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je základním modelem pro odhad nákladů vlastního kapitálu a patří mezi nejlépe teoreticky zpracované modely. Základním prvky modelu CAPM je tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu.⁽⁶⁾

Obecně lze pak náklady vlastního kapitálu stanovit jako:

$$n_{VK} = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

kde n_{VK} náklady vlastního kapitálu,

r_f bezriziková úroková míra,

β koeficient beta,

$(r_m - r_f)$ premie za tržní riziko, kde r_m je očekávaný výnos celého trhu.

¹¹ Náklady vlastního kapitálu v obecné rovině představují požadovanou výnosnost vlastníku podniku. V případě tržního ocenění se jedná o požadovanou výnosnost vlastníků určenou na základě tržních dat.

V případě oceňování podniků se doporučuje pro určení bezrizikové úrokové míry použít aktiva s takovou délkou životnosti, která by se přibližovala životnosti aktiv podnikových. Z tohoto důvodu se za bezrizikovou úrokovou míru volí státní dluhopisy s 10letou dobou splatnosti. Riziková prémie trhu se vypočte jako rozdíl výnosnosti akcií na kapitálovém trhu (vývoj tržního akciového indexu) a průměrné výnosnosti státních dluhopisů. Koeficient β vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem. Zobrazuje však jen systematické riziko, které je závislé na celkovém ekonomickém vývoji.

S ohledem na nedostatek relevantních údajů pro objektivní stanovení nákladů vlastního kapitálu v podmínkách České republiky, doporučuje odborná literatura (8, str.198-199) pro CAPM tuto modifikaci:

$$n_{VK(Z)} = r_f + \beta_Z \cdot RPT + RPZ$$

kde $n_{VK(Z)}$ náklady vlastního kapitálu při dané zadluženosti podniku,
 r_f aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA,
 β_Z odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,
 RPT riziková prémie kapitálového trhu převzata z premii trhu USA,
 RPZ riziková prémie země odhadnutá na základě odlišnosti výnosnosti státních dluhopisů, pokud možno upravených o vliv diferencí ve volatilitě akciového a dluhopisového trhu v ČR.

Vztah pro výpočet tvz. „zadlužené β_Z “ má pak tvar:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot (1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK})$$

kde β_N koeficient β pro dané odvětví,
 d sazba daně z příjmů,
 CK tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,
 VK tržní hodnota vlastního kapitálu.

Stavebnicový model

V podmínkách nedostatečně alokačně efektivního kapitálového trhu se jeví jako problematické použití modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Proto je vhodné pro stanovení nákladů vlastního kapitálu použít stavebnicový model. Pro podmínky České republiky je vhodný model¹², který používá z Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry orientovaných na stanovení ekonomické přidané hodnoty (EVA®).

Studiem matematicko-statistických modelů ratingu byly určeny charakteristiky ovlivňující riziko. Minimální riziko je dáno výnosem státních pokladničních poukázek, popř. výnosem desetiletých státních dluhopisů. Maximální hodnota rizika byla určena na základě expertních odhadů pracovníků fondů rizikového kapitálu - přibližně 40 % nad pokladniční poukázky. (21)

Výše alternativního nákladu na kapitál je pak vyjádřena pomocí vztahu (21):

$$r_e = \frac{WACC \frac{UZ}{A} - (1-d) \frac{U}{BU+O} \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}$$

kde	r_e	alternativní náklad na vlastní kapitál
	UZ	úplatné zdroje ($VK + BU + O$)
	A	aktiva celkem
	VK	vlastní kapitál
	BU	bankovní úvěry
	O	dluhopisy
	D	sazba daně z příjmu právnických osob

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{FinStab}$$

¹² Tento model bývá v literatuře označován jako model INFA. Autory jsou Inka a Ivan Neumairovi.

kde r_f bezriziková míra,
 r_{LA} riziková přírážka za nedostatečnou likvidnost akcie (funkce ukazatelů charakterizující velikost podniku),
 r_{podnik} přírážka za výši podnikatelského rizika (funkce tvorby produkční síly),
 $r_{finstab}$ přírážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky (funkce ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy).

Při sestavování Ministerstvo průmyslu a obchodu vychází z jednoduššího modelu, který se opírá o předpoklad, že úplatné zdroje se rovnají vlastním zdrojům a dále pak, že přírážka za kapitálovou strukturu je nulová. V rámci tohoto modelu se používají odhadnuté charakteristiky ovlivňující riziko, které jsou uvedeny v příloze.

1.4.5 Metoda účetní hodnoty

Zástupcem majetkového ocenění je například metoda účetní hodnoty, která se opírá o účetní výkazy.

Účetní evidence nám poskytuje tyto informace:

- hodnota podniku celkem = aktiva (pasiva),
- hodnota základního kapitálu = počet akcií \times nominální hodnota akcie,
- hodnota vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.

Investiční majetek musí být uveden v historických pořizovacích cenách i tehdy, když jsou tyto ceny zastaralé. Odpisy se vypočítávají z těchto historických cen, i když je zřejmé, že nebudou stačit na prostou obnovu. Ocenění majetku v účetnictví je jiné, než reálné hodnoty tohoto majetku v době ocenění. Reálným oceněním majetku rozumíme ocenění, které by vycházelo z aktuálních cen, za něž by bylo možné tento majetek znovu pořídit (z toho vychází tzv. substanční metoda).

Výhodou ocenění účetní hodnotou je jednoduché zjištění a průkaznost hodnot, ze kterých vychází. Účetní hodnota bývá uvedena alespoň jako výchozí hodnota. (5,6)

1.5 Problémy tržního ocenění v České republice

Tržní hodnota podniku se opírá o mnoho předpokladů, které v podmínkách České republiky, kde v podstatě neexistuje systematicky fungující trh s celými podniky, a to dokonce ani s akvizicemi tzn. obchodními podíly, je obtížné splnit. Nejvýznamnějším předpokladem je informovanost, že ani situace v celé Evropě není lepší a dokonce se nedá očekávat nějaké zlepšení, a proto ocenění založené na tržním srovnání zřejmě ani v blízké budoucnosti nebude používáno, resp. bude prováděno pouze jako orientační ocenění, a to z důvodu malého počtu známých parametrů. U společností s veřejně neobchodovatelnými akciemi a u středně velkých a menších společností (s.r.o.) je téměř nemožné získat informace o provedených prodeích a převodech podílů. Z těchto důvodů je možné se opírat pouze o majetkové nebo výnosové oceňovací modely, které však zahrnují subjektivní vliv odhadce. (16)

1.5.1 Problémy menších a středních podniků

S ohledem na oceňovanou společnost je nutné zohlednit velikost podniku, která výrazně ovlivňuje její možnosti diverzifikovat rizika v oblasti investic. Dalo by se říci, že tyto podniky stojí dále od kapitálového trhu, jinými slovy mají mnohem méně příležitosti jak diverzifikovat svá rizika.

Tyto podniky se vyznačují těmito charakteristikami:

- jen omezený počet vlastníků,
- omezené možnosti financování, zejména nemají obvykle přístup k financování přes kapitálový trh,
- méně jasné hranice mezi soukromým a podnikovým majetkem,
- méně nezávislé kontroly (nebývá nutný nezávislý audit),
- malá diverzifikace činnosti,
- méně spolehlivé účetnictví,
- žádné nebo omezené plánování,
- specifická dividendová politika,
- pracovníci jsou často z rodiny majitele.(12)

Oceňování menších a středních podniků se v závislosti na výše uvedených charakteristikách odlišuje od oceňování velkých podniků. Obecně oceňování závisí na mnoha faktorech. Nejvýznamnějším z nich je správná volba metody, která dále pak v případě výnosových metod ovlivňuje určení diskontní míry (nákladů kapitálu). Dalším úskalím jsou odlišné postupy ve vedení účetnictví dle české právní úpravy a mezinárodních účetních standardů.

1.5.1.1 Volba metody

Mnohé malé podniky se potýkají s problémem vlastní existence, což je v nesouladu s metodikou většiny výnosových oceňovacích metod, které se v praxi nejvíce používají a které předpokládají nekonečné trvání oceňovaného podniku. Pro tento zvláštní případ ocenění je tedy nutné použít zvláštní metody resp. je upravit. Dalším úskalím je fakt, že většina literatury se zabývá převážně prosperujícími podniky s případnou zmínkou o metodě likvidační. Dle Maříkové: „*V praxi ale ve skutečnosti významnou skupinu tvoří podniky, které je možné ještě nějakou dobu provozovat, jejich likvidace by nebyla rozumná ani výhodná, ale odhadce objeví problém, v důsledku kterého není možné počítat s nekonečným trváním podniku.*“ (13, str.285)

Východiskem je použití **amortizační hodnoty**, která byla původně vyvinuta v USA. Jejím účelem je stanovit horní hranici zadlužení. Tato metoda je založena na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow je hledanou veličinou množství prostředků, které lze z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace. Cílem je cena, kterou lze považovat za oprávněnou, z hlediska možnosti ji uhradit v nejbližší době z výnosů a prodeje majetku.

Metoda amortizační hodnoty na rozdíl od běžné metody DCF pracuje se s omezenou životností podniku. Dále se uvažuje především nulová míra nových investic, počítá se s maximálním odčerpáváním peněžních prostředků z podniku a předpokládá se stabilní výše pracovního kapitálu (13)

Využití této metody je vhodné pro situace, kdy je podnik v potížích, avšak není nutné jej likvidovat okamžitě. Dále lze i použít pro podniky prosperující například v podobě dolní meze výnosového ocenění podniku, protože oceňuje pouze současný výnosový potenciál anebo v případě, kdy pro prosperující podnik není možné sestavit věrohodnou prognózu.

Aplikace této metody na tržní ocenění je možné za předpokladu: „..., že podnik oceníme při optimálním okamžiku likvidace a že se jedná buď o podnik v potížích, nebo o prosperující podnik s velmi nejistou prognózou. V takovém případě může být podle našeho názoru výsledkem odhad pravděpodobné ceny, kterou by za podnik zaplatil nebo požadoval racionální investor při splnění dalších požadavků definice tržní hodnoty.“(13, str.292)

1.5.1.2 Stanovení nákladu vlastního kapitálu

Problematika malých a středních podniků zasahuje i do oblasti nákladů vlastního kapitálu, což je jedna z klíčových hodnot, která se využívá ve většině používaných metod. Určení nákladů na kapitál rozhoduje o výsledku celého ocenění a jeho správnosti.

Jak již bylo řečeno v úvodu této kapitoly, u menšího nebo středního podnikatele nelze předpokládat, že má vždy možnost diverzifikovat své investice a omezit tak specifické riziko. Z toho vyplývá, že požadovaná výnosnost (což odpovídá nákladům kapitálu) nestačí na pokrytí systematického rizika. Problém specifického rizika řeší většina odhadců použitím přírážky za specifické riziko k výsledkům kalkulovaným na základě metody CAPM. Tato myšlenka je řešena například v publikaci **A. Damodarana** (2), kde lze nalézt, že je možné pro soukromé firmy použít tři alternativní postupy:

1. V případě, že je menší či střední podnik prodán velké společnosti, pak není nutné výsledek CAPM jakkoliv upravovat, protože bude mít možnost diversifikace.
2. V případě, že nebude mít možnost diversifikace, tak se upraví CAPM o prémii.

3. Použije se tzv. **totální beta**, tj. koeficient beta neodrážející jen tržní (systematické) riziko podniku, nýbrž celkové riziko!

$$\text{Totální beta} = \frac{\text{Tržní beta}}{\sqrt{\text{Koeficient determinace}}},$$

kde koeficient determinace vyjadřuje podíl rizika, které je rizikem tržním, a vypočte se jako druhá odmocnina z korelačního koeficientu, který vyjadřuje míru závislosti mezi výnosnostmi kapitálového trhu a výnosnostmi sledované akcie.. (2, 12)

Jak je patrné, mohou vzniknout mezi pohledem diverzifikovaného a nediverzifikovaného budoucího majitele podniku velké rozdíly. **Darmodaran** k tomu v citované literatuře píše: „Pomocí β_t měříme riziko diverzifikovaného portfolia, nikoliv celkové riziko. Investice může být velmi riziková, pokud jde o individuální riziko, ale málo riziková, pokud jde o tržní riziko.“ (2, 6)

S ohledem na uvedené faktory je vhodné model CAPM rozšířit o rizikové přírážky. Upravený výpočet nákladů vlastního kapitálu, pak může mít tvar např.:

$$n_{VK(Z)} = r_f + \beta_Z \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3$$

kde R_1 přírážka pro malé společnosti,
 R_2 přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností,
 R_3 přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů. (6)

1.5.1.3 Leasing

Finanční leasing českých firem nelze srovnávat se zahraničními společnostmi, protože zde existují odlišnosti ve vykazování leasingu. Česká právní úprava dává přednost formě před obsahem. Jedná se o pronájem majetku sloužícího k podnikání a nájemní platby jsou evidovány na účtech za poskytnuté služby. Dopad na bilanci nájemce je téměř nulový – v rozvaze se vyskytují jen časově rozlišená akontace – v případě, že akontace je nulová, tak i účet nákladů příštích období bude nulový. Je-li podnik úspěšný, tedy výnosy jsou vyšší než leasingové splátky, tak je tento podnik dle českých

účetních předpisů jakési „perpetuum mobile“, protože k tvorbě zisku nepotřebuje žádný majetek a jeho rentabilita je nekonečná. (15)

Dle mezinárodních účetních standardů se však požaduje, aby nájemce ve své rozvaze předmět nájmu odepisoval. Najatý majetek je v rozvaze vykazován jako aktiva a v pasivech se vykazuje zůstatek závazku podle splátkového plánu.(11, 14)

V rámci tržního ocenění se doporučuje upravit rozvahu a výkaz zisku a ztráty právě dle mezinárodních standardů.¹³ Tento přepočít samozřejmě ovlivňuje výpočet *WACC*, a to jak při určování měr vlastního a cizího kapitálu, ale už i při výpočtu nákladů vlastního kapitálu (model CAPM).

¹³ Jiné přístupy k úpravám leasingu pro potřeby ocenění podniku lze nalézt v: MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. ISBN 80-86119-61-0. str. 29-39.

2 Profil společnosti

2.1 Základní informace

Firma Lignis s.r.o. vznikla v roce 1990 pod obchodním názvem Pavka. Obchodní firmu Lignis používá společnost od roku 1994. Od počátku se věnovala výrobě eurooken, vchodových dveří a interiérových dveří, včetně výroby protipožárních dveří a uzávěrů. Jako jedna z mála firem na českém trhu vyráběla a prováděla kompletní dodávku a montáž výrobků pro stavební otvory. Vzhledem k faktu, že byla výrobcem interiérových i exteriérových (včetně požárních) prvků pro stavební otvory, byla schopna zajistit materiálové a barevné sladění všech dodávaných stolařských výrobků, které poskytovala.

V roce 2001 byla ukončena výroba oken a posléze i venkovních dveří. Společnost se tak zaměřila na výrobu a montáž dveří interiérových, jejíž nabídka zahrnuje široký sortiment od standardních typů až po protipožární.

Společnost vlastní také pilu, což znamená, že není závislá na dodávkách nejdůležitějšího materiálu pro výrobu stolařských výrobků - tj. řeziva. Firma má vlastní sušárny a technologickou linku pro lepený program.

Specifikem společnosti je dodávka replik pro památkově chráněné objekty, kde je samozřejmostí úzká spolupráce s příslušným památkovým úřadem. Veškerou výkresovou dokumentaci jednotlivých výrobků s památkovým úřadem konzultuje tak, aby konečný stolařský výrobek byl vždy funkční a přitom nenarušoval historický ráz budovy. Firma se může pochlubit kvalitně provedenými replikami dveří, oken a stěn, a to i s protipožární odolností.

Od roku 1998 se společnost zaměřuje čistě na výrobu dýhovaných interiérových a protipožárních dveří a dveří se zvukovou neprůzvučností do 42db. Snaží se maximálně vyjít vstříc svým zákazníkům tím, že nejen využívá různé materiály, ale i odlišné metody jejich zpracování. Používají se různé druhy masivu – dřeva,

dřevotřískových desek a MDF-desek. Zákazník si může vybrat z široké nabídky dveří v rozdílných provedeních od základního typu TOPAZ až po luxusní DIAMANT, a to v mnoha tvarových i materiálových variantách.

Výrobní prostory leží nedaleko Brna v Lískovci u Koryčan. Firma vlastní bývalý areál JZD o rozloze 7000m². Tato plocha není v současnosti plně využita, ale probíhají jednání o možnostech pronájmu nevyužitých prostor. V tomto areálu se nacházejí 3 výrobní haly, z nichž poslední byla vybudována společností Lignis v roce 2001.

Od roku 2006 se společnost převážně zaměřuje na velké zakázky pro stavební a developerské společnosti. Od tohoto kroku očekává snížení podílu nepřímých nákladů a zvýšení rentability tržeb.

Předmět podnikání:

- ✓ Prvotní dřevovýroba
- ✓ Truhlářství
- ✓ Koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
- ✓ Silniční motorová doprava

3 Strategická analýza společnosti

Tato část je vynechána z důvodu obsahu interních informací společnost.

4 Finanční analýza společnosti Lignis, s.r.o.

Tato část je vynechána z důvodu obsahu interních informací společnost.

5 Finanční plán r. 2007 - 2010

Tato část je vynechána z důvodu obsahu interních informací společnost.

6 Vlastní ocenění

Tato část je vynechána z důvodu obsahu interních informací společnost.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo aplikovat teoretické poznatky z oblasti oceňování podniků v praxi na konkrétní firmě – Lignis s.r.o a stanovit její tržní hodnotu.

V teoretické části byly postupně předvedeny jednotlivé metody finanční analýzy podniku, metody finančního plánování a zejména jednotlivé použité metody oceňování podniku. Tyto metody jsou v současnosti běžně používány.

V praktické části byl nejprve popsán oceňovaný podnik, byla provedena strategická a finanční analýza, finanční plán a následně stanovena tržní hodnota. Z finanční analýzy a finančního plánu vyplývá, že podnik není ohrožen bankrotem a jeho hospodaření má zlepšující se tendenci.

Pro ocenění podniku byly zvoleny tyto metody:

- výnosové ocenění pomocí modelu DCF s využitím FCFF,
- majetkové ocenění metodou účetní hodnoty
- a majetkové ocenění metodou účetní hodnoty s korekcí leasingu.

Výsledky jednotlivých metod ocenění se pochopitelně značně liší, a to s ohledem na charakter těchto metod. Metoda účetní hodnoty pro ocenění podniku je metodou základní. Ocenění neurčuje skutečnou hodnotu podniku, protože vychází z historických údajů. Naopak výnosové ocenění pomocí modelu DCF s využitím FCFF je nejpoužívanější a v literatuře nejvíce popsanou metodou. Hodnota podniku se odvíjí od očekávaných budoucích výnosů. S ohledem na výše uvedené fakta tržní hodnota podniku činí **xxx Kč**.

Hlavním poznatkem je pak zjištění, že jedním z nejdůležitějších kroků pro oceňování podniku je zvolení vhodné metody, od které se odvíjí směr celého oceňování. Správná volba je stěžejní pro dosažení co nejpřesnějších výsledků. Je možné použít i více metodických postupů, popřípadě je kombinovat.

Seznam použité literatury

Monografie

1. BRADÁČ, A. *Soudní inženýrství*. dotatečné 1. vyd. Brno: CERM, 1999. 725 s. ISBN 80-7204-133-9.
2. DAMODARAN, A: *Dark Side of Valuation*. 1. vydání. USA: Prentice Hall, 2001. 512 s. ISBN 978-0-13-040652-1.
3. FOTR, J.: *Strategické finanční plánování*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 1999. 149 s. ISBN 80-7169-694-3.
4. GRÜNWALD, R.: *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2002. 184 s. ISBN 80-245-0422-7.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované vydání. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
6. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
7. MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Přeprac. a rozš. vydání. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
8. MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
9. NEUMAIER I. a NEUMAIEROVÁ, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

10. SEDLÁČEK, J.: *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2. vydání. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
11. RYNEŠ, P. *Podvojně účetnictví a účetní závěrka 2007*. 7. aktualizované vydání. Olomouc: ANAG, 2007. 928 s. ISBN 978-80-7263-368-5.

Časopisy

12. MAŘÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. Náklady vlastního kapitálu pro malé podniky. *Odhadce a oceňování majetku*. 2006, roč. 12, č.3, s. 4 – 15. ISSN 1213-8223.
13. MAŘÍKOVÁ, P. Oceňování podniků s omezenou perspektivou. *Soudní inženýrství*. 2005, roč. 16, č. 5, s. 283-292. ISSN 1211-443X.
14. České účetnictví dává přednost formě před obsahem. *Finanční management*. 2006. roč.3, č.1, s.20 – 22. ISSN 1214-9292.
15. Leasing může způsobit nekonečnou rentabilitu. *Finanční management*. 2006. roč.3, č.1, s.17 – 19. ISSN 1214-9292.

Sborníky z konferencí

16. ŠANTŮREK, J.: Tržní hodnota středoevropského podniku. In *Standardy pro oceňování podniku - Sborník z mezinárodní konference Praha - 7.10.2005*. Praha: Institut oceňování majetku při VŠE, 2005. s.112-117. ISBN 80-245-0907-5.

Právní předpisy

17. Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovená zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví
18. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů

19. Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví ve znění pozdějších předpisů

Webové stránky

20. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. [online] aktualizováno 16.10.2005. [cit. 1.4.2007]. Dostupné z: http://nb.vse.cz/~marik/Pu_Metody1.htm.
21. VAŠÍČKOVÁ, A.: *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006*. [online] publikováno 27.4.2007. [cit. 7.5.2007]. Dostupné z: <http://download.mpo.cz/get/28624/33988/363328/priloha001.pdf>
22. *Makroekonomické údaje*. [online] aktualizováno 12.4.2007. [cit. 30.4.2007]. Dostupné z: http://www2.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje
23. *Prognóza komise: Příští rok hospodářský růst EU zpomalí*. publikováno 7.11.2006. [cit. 30.4.2007]. Dostupné z: www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Prognозa_podzim06.pdf
24. *Roční výkazy dřevařského průmyslu za roky 2003, 2004 a 2005*. [online] publikováno 2.2.2006.[cit. 30.4.2007]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument8946.html>
25. *Zpracování dřeva, výroba dřevařských, korkových, proutěných a slaměných výrobků kromě nábytku- OKEČ 20*. [online] publikováno 8.9. 2006. [cit. 30.4.2007]. Dostupné z <http://download.mpo.cz/get/29052/31513/334812/priloha006.pdf>

Firemní zdroje

26. Účetní výkazy a další podklady společnosti Lignis s.r.o.

Seznam tabulek

Tabulka 1-1: Plánovaná rozvaha.....	31
Tabulka 1-2: Výpočet FCF	43
Tabulka 1-3: Výpočet KPV.....	44

Seznam obrázků

Obrázek 1-1: Analýza vývoje potencionálu podniku.....	14
Obrázek 1-2: Schéma tvorby ČPK z pohledu manažera a investora	20
Obrázek 1-3: Čistý pracovní kapitál v běžném pojetí.....	41
Obrázek 1-4: Upravený čistý pracovní kapitál.....	42
Obrázek 1-5: Investovaný kapitál	42

Seznam grafů

Seznam příloh

Příloha č. 1 – Odhad rizikových přírážek pro stavebnicový model MPO	68
---	----

Příloha č. 1 – Odhad rizikových přírážek pro stavebnicový model MPO

Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly – $EBIT$ / aktiva je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro práci s cizím kapitálem). Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{položíme } XP = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} \geq XP \Rightarrow r_{podnik} = 0,00\%$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{podnik} = 10,00\%,$$

což se dá také vyjádřit vztahem: $r_{podnik} = (XP - EBIT / Aktiva)^2 / (10 \cdot XP^2)$

XP = pomocná proměnná pro výpočet podnikatelského rizika

Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasívy - likvidita L3:

- Je-li celková likvidita $> XL \Rightarrow r_{FinStab} = 0.00\%$
- Je-li celková likvidita $< 1 \Rightarrow r_{FinStab} = 10.00\%$
- Je-li celková likvidita firmy > 1 , ale $< XL$ propočte se $r_{FinStab}$ takto :

$$r_{FinStab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2$$

XL = pomocná proměnná pro výpočet finanční stability

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice $XL = 1,25$, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak XL = průměr průmyslu. Podrobný postup odhadu

alternativního nákladu vlastního kapitálu na základě výše uvedeného modelu není možno brát (stejně jako u ratingových agentur) jako pevný algoritmus, ale jako princip přístupu, v rámci kterého je třeba zohlednit odlišnosti hodnocených podniků.

Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku - úplatné zdroje

- je-li $UZ > 3$ mld. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 0.00\%$ (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)
- je-li $UZ < 100$ mil. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 5.00\%$
- je-li $UZ > 100$ mil. Kč ale < 3 mld. Kč použije se tohoto vztahu:

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$$